安信证券 ESSENCE SECURITIES

2020 年 08 月 09 日

行业深度分析

证券研究报告

物流

海外物流研究系列之二：复盘 DHL，探寻顺丰供应链未来

投资评级 领先大市-A

维持评级

首选股票	目标价	评级

行业表现

资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	4.57	-5.53	-27.13
绝对收益	1.82	13.25	2.44

明兴 分析师
SAC 执业证书编号：S1450518040004
mingxing@essence.com.cn

孙延 分析师
SAC 执业证书编号：S1450520040004
sunyan1@essence.com.cn

相关报告

海外物流研究系列之一：十年 20 倍，美国零担快运巨头 ODFL 深度复盘 2020-07-19

5 月份快递数据点评：行业需求超预期，义乌等“产粮区”价格竞争激烈 2020-06-14

快递行业 2020 年中期投资策略：水大鱼大，强者恒强 2020-06-08

韵达战略投资德邦，快递快运融合加快 2020-05-24

快递物流系列研究笔记之九：未来“同城为王”？——同城即时物流市场解析 2020-05-17

前言：当前全球物流巨头均提出供应链物流发展目标，为客户提供一体化物流解决方案，帮助制造业降本增效；于物流企业而言，开展供应链能对既有业务形成串联、导流，提升综合服务能力。本篇报告，我们通过复盘国际供应链龙头 DHL 的发展历程，探寻以顺丰为代表的国内快递巨头供应链业务拓展之路。

供应链行业具有高定制、高粘性特点，DHL 为全球供应链龙头：全球供应链的发展源于企业对降本增效、物流外包需求的增长。当前供应链行业市场集中度低，主要由于行业高度客制化和高粘性，扩张难度较高，并购是提升市占率的重要手段，DHL 依靠大量并购和综合物流业务底盘，成为全球供应链行业龙头（市占率 6%）。DHL 供应链业务的营业利润率约 6.8%， ROE 水平约 19%，近十年来呈提升趋势，主要得益于利润率的持续提升。

中国供应链行业处于发展初期，竞争格局分散。我们认为国内供应链市场发展阶段近似于美国的 20 世纪 90 年代初（宏观经济换挡促使各业“控成本”，合同物流模式兴起）。当前国内供应链市场集中度较低，头部企业以产业巨头的关联公司为主，非独立第三方物流企业。供应链物流的主要行业包括汽车、消费品、家居家电、高科技等，考虑到上游行业仍处高速发展期，同时伴随工业制造升级，未来制造业物流外包比例将逐步提升，国内第三方供应链行业空间巨大。

顺丰加码供应链，未来机遇与挑战并存。顺丰投资并购整合夏晖、DHL 中国的优质资源，加码供应链布局。瞄准高附加值的行业客户，拓展 3C 电子、汽配、服装、医药、商超、食品等诸多行业的供应链物流。我们认为顺丰的优势在于：1）强大物流底盘，拥有时效、经济、冷链、仓储等完善业务条线；2）科技投入巨大，IT 实力领先，可数字化改造和赋能客户；3）通过并购获得的经验和高端客户资源；4）未来投运的鄂州机场强化顺丰核心基础设施能力，通过产业集聚导流。此外，当前疫苗研发提速，我们重点关注顺丰医药供应链的发展机遇。同时，顺丰未来的挑战在于对不同行业供应链管理的理解，如何借助科技提升供应链业务的可复制能力。

投资建议：我国供应链市场发展不平衡，下游的消费型供应链得益于电商红利高速增长，但产业供应链方面的发展仍处于相对初级的阶段，

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

VISIT…

扫码免费领取资料

房中术(www.zuihaoziyuan.com)专注于男性增大增粗增长、阳痿、早泄、壮阳、延时、强肾、回春、健身。女性缩阴、丰胸、减肥、化妆、瑜伽、保养、产后修复、盆底肌锻炼。两性健康,夫妻按摩,房中术,性姿势,性技巧,性知识等

更多免费教程：英语学习，技能提升，PS 教学，投资赚钱，音乐教程，口才教学，情商提升，风水教学，心理学，摄影知识，幼儿学习，书法学习，记忆力提升等等.....

==========

全站课程下载

课程不断增加

本站现资源容量已超 10T

入群联系 QQ：167520299 或添加微信：1131084518（备注PDF）

扫码加微信lax988988领取资料

阳痿早泄训练
皇室洗髓功视频教学
女人驻颜术
泡妞约炮万元课程
足疗养 SPA 教材
玉蛋功
马氏回春功
房中术张丰川
哲龙全套视频
增大盼你增大
国际男优训练
亚当德永早泄训练
洗髓功真人内部
皇室养生绝学道家洗髓功
【铁牛人会员课】男人必备技能，理论讲解
实战高清视频
随意控制射精锻炼 视频+图片+文字
价值 1440 元第一性学名著<素女经房中养生
宝典视频>12 部
洗髓功修炼方法视频教学
陈见玉蛋功视频教学 女性缩阴锻炼
男性自然增大增长指南
强性健肾保健操 1-4
道家强肾系统锻炼功法
马氏回春功
12 堂课，全面掌握男性健康问题 让你重燃自信
联系微信：1131084518

1、东方性经
2、印度 17 式
3、口交技巧 3 部
4、港台性姿势 3 部
5、365 性姿势 6 部
6、泰国性爱密经 17 式
7、花花公子性技巧 6 部
8、阁楼艳星性技巧 7 部
9、古今鸳鸯秘谱全集 7 部
10、夫妻爱侣情趣瑜伽 2 部
11、古代宫廷性保健系列 14 部
12、汉唐宋元明清春宫图真人
13. 柔软性爱宝典 日本 9800 课
14. 李熙墨 3999 全套课
15. 妖精性爱课 2888
16. 李银河全套性课
17. 领统统性课
18. 德勇男性篇
19. 德勇男性篇
20. 缓慢性爱
21. 亚当多体位搭配篇
22. 亚当多体位结合篇
23. 德勇克服早泄讲座练习
24. 德勇以女性为中心得爱抚
25. 加藤鹰接吻爱抚舌技
26. 加藤鹰指技
27. 加藤鹰四十八手入门
28. 佐藤潮吹教学
29. 佐藤男人体能锻炼+保健品介绍
30. 佐藤男人早泄对抗训练
31. 阿拉伯延时训练

32. 田渊正浩秘籍
33. 异性性快感集中训练教学
34. 自我愉悦锻炼密宗
35. 铁牛全套延时训练课
36. Pc 机锻炼真人视频教学
37. 印度性经全集 8 部
38. 21 世纪性爱指南
39. 香蕉大叔男女训练馆全套
40. 中美真人性治疗教学+理论
41. 女性闺房秘术
42. 幸福玛利亚性课
43. 陈见如何释放性魅力征服
44. 性爱技巧讲座全套
45. 性爱秘籍全套
46. 性爱误区讲座
47. 性病讲解大全
48. 性博士讲座合集
49. 性健康和性高潮合集
50. 性教育讲座合集
51. 性能力课堂合集
52. 性生活问题解析合集
53. 意外怀孕和避孕处理课堂
54. 性感地带探索
55. 性技巧讲座
56. 性健康与性卫生讲座
57. 性生活专家答疑
58. 性心理与性道德合集
59. 性爱宝典合集
60. 性爱技巧合集
61. 完美性爱演示
62. 完美性爱技术讲解
更多精品等你来解锁哦.....

随着工业制造业升级，未来我国对物流外包的需求空间较大。当前，我们看到头部快递企业已经从配送端延伸至价值链前端的产、供、销、配等环节，其中顺丰供应链借助各业务底盘与并购实现规模扩张；而菜鸟、京东等互联网物流巨头也在加速供应链业务布局，以期打造综合物流服务商。**长期看，未来随着生产制造、流通等环节加速数字化转型，前端产业供应链有望迎来大发展，A 股标的上，我们看好在供应链物流领域具备先发优势的顺丰控股。**

风险提示：宏观经济波动影响行业货运需求；供应链行业发展不及预期；油价波动影响运输成本。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

内容目录

1. 引言 5
2. DHL：全球供应链物流龙头 6
2.1. 全球供应链行业：高客制、高粘性 6
2.2. DHL 供应链复盘：并购为基，ROE 稳定提升 8
2.3. DHL 供应链案例：与艾默生的合作 12
3. 中国供应链行业：发展初期，空间巨大 14
3.1. 需求逐步兴起，行业发展正当时 14
3.2. 竞争格局分散，第三方占比较低 17
4. 顺丰控股：加码供应链，迈向综合物流龙头 18
4.1. 并购加码供应链，定位中高端客户 18
4.2. 关注顺丰在医药供应链的发展机遇 20
4.3. 顺丰供应链展望：机遇与挑战并存 22
5. 投资建议 22
6. 风险提示 23

图表目录

图 1：DHL 四大业务发展均衡 5
图 2： DHL、UPS 和 FDX 的业务结构对比（2019 年） 5
图 3：全球供应链龙头营收规模（2018 年） 5
图 4： 90 年代后，美国经济增速换挡 6
图 5：美国第三方物流规模高速增长 6
图 6： 全球供应链市场规模变化 7
图 7：各地区供应链市场规模增长 7
图 8：全球供应链市场集中度变化 7
图 9：供应链行业龙头市占率变化 7
图 10： DHL 市占率扩张源于并购 7
图 11：KNIN 市占率扩张亦源于并购 7
图 12：DHL 供应链服务品类与代表性服务功能 9
图 13：DHL 供应链主要服务行业与代表性客户 9
图 14： DHL 供应链行业营收占比（2019 年） 9
图 15：DHL 供应链区域营收占比（2019 年） 9
图 16：DHL 营收规模及增速 10
图 17： DHL 供应链部门营业利润率 11
图 18：DHL 供应链 ROE 稳定提升 11
图 19：DHL 供应链部门杜邦分析 11
图 20：DHL 供应链业务造血能力较强 12
图 21：DHL 交叉对接的信息和货物流 13
图 22：DHL 的供应链流程示意图 13
图 23：DHL 在宝安、罗定工厂计划涉及的生产环节 14
图 24：2008 年金融危机以来，中国经济增速进入新常态 14
图 25：中国第三方物流规模保持较快增长 14
图 26： 中美第三方物流占物流成本比例 15
图 27：各国物流绩效指数与排名（2018 年） 15

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 28：国内前十五大合同物流供应商的行业占比（2018 年） 15
图 29：国内汽车物流市场规模及增速 16
图 30：10 年内中国社零年均复合增速达 14% 16
图 31：国内供应链市场重消费，轻产业端 16
图 32：Top15 合同物流的营收规模与增速（2018 年） 17
图 33：供应链公司三大梯队的规模与公司数（2018 年） 17
图 34：合同物流供应商龙头的股权背景 18
图 35：顺丰供应链发展历程 19
图 36：疫情冲击下，顺丰供应链业务营收规模保持高速增长 19
图 37：顺丰供应链的影响环节 20
图 38：顺丰控股供应链服务涉及环节 21
图 39：“疫苗供应链端到端服务模式”流程示意图 21
图 40：顺丰医药与某疫苗企业的供应链合作模式示意图 22

表 1：供应链业务龙头的代表性客户 6
表 2：DHL 重要的发展历程 8
表 3：DPW 和 DHL 的重要并购案例 10
表 4：各国物流绩效指数分项排名与分数对比（2018 年） 15
表 5：我国支持供应链发展政策梳理 16
表 6：国内快递龙头企业供应链布局 18
表 7：敦豪香港与敦豪背景合并前的财务数据 19
表 8：顺丰供应链业务客户 20
表 9：物流成本对比：传统医药物流 VS 顺丰医药 21

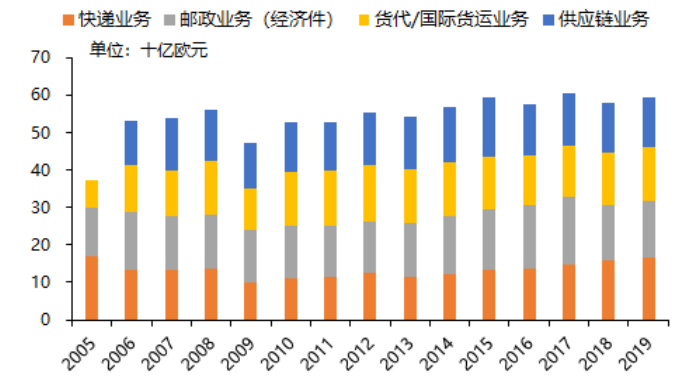
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

1. 引言

供应链物流通常是指面向 B 端客户，提供多种物流服务的组合。于客户而言，供应链服务提供了一体化的物流解决方案，为企业降本增效；于物流企业而言，开展供应链业务，则能对各业务形成串联、导流，提升综合服务能力。**本篇报告，我们通过复盘国际供应链龙头 DHL 的发展历程，探寻以顺丰为代表的国内快递巨头供应链业务拓展之路。**

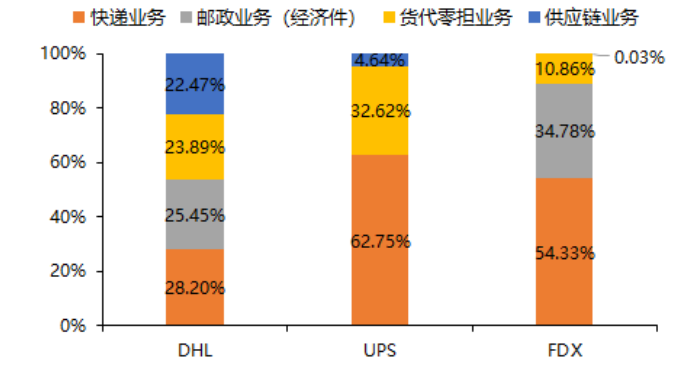
德邮敦豪（DPDHL，下统称 DHL）的供应链业务规模全球第一，具有较高参考价值。德邮敦豪 2019 年营收规模达 633.4 亿欧元，约合 4939 亿元人民币，公司四大业务营收占比分别为：快递业务(28.2%)、邮政业务(25.5%)、国际货代业务(23.8%)、供应链业务(22.5%)。与 UPS、FedEx 等物流巨头相比，DHL 的各业务发展较为均衡，其供应链业务规模全球第一，大幅领先其他国际物流行业巨头。

图 1：DHL 四大业务发展均衡



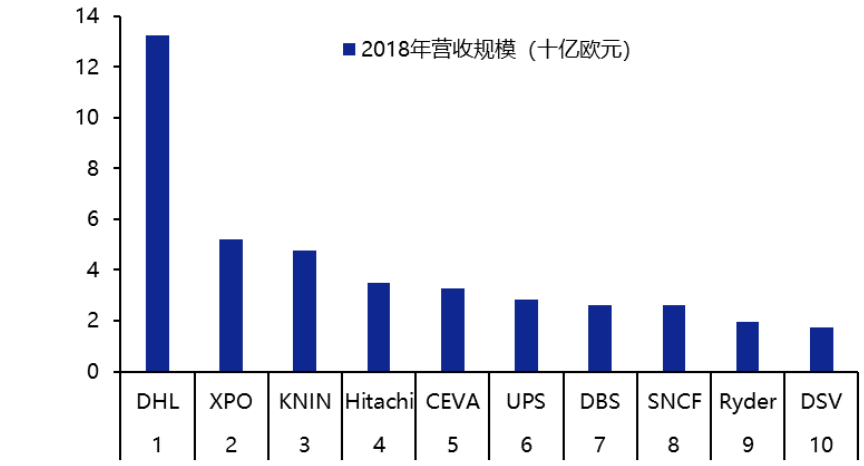
资料来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 2：DHL、UPS 和 FDX 的业务结构对比（2019 年）



资料来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 3：全球供应链龙头营收规模（2018 年）



资料来源：公司公告，Transport Intelligence，安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

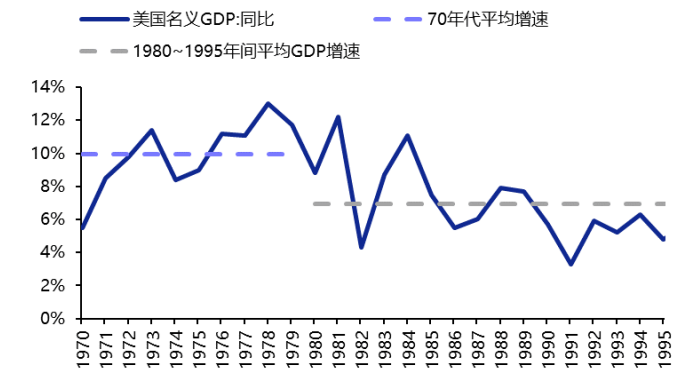
2. DHL：全球供应链物流龙头

2.1. 全球供应链行业：高客制、高粘性

根据《物流术语：2007》，供应链是指“生产及流通过程中，为了将产品或服务交付给最终用户，由上游与下游企业共同建立的需求链状网”，又可进一步拆分为“商流”、“物流/服务流”、“资金流”和“信息流”。供应链涉及原材料、采购、生产、库存、分销、零售等多个环节，通常需要对客户的需求进行了解、订制，并与客户签订长期合同。

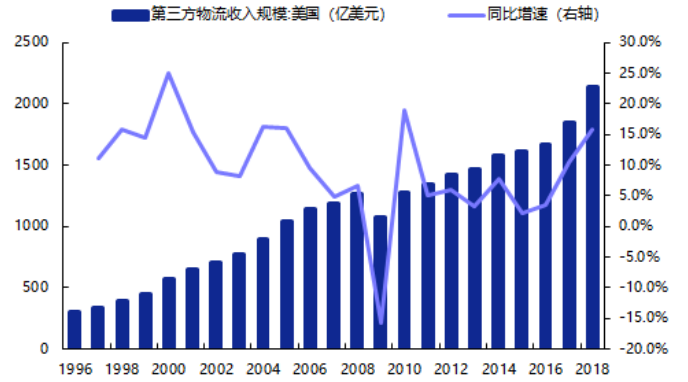
美国供应链的发展源于制造业精细化管理需求以及物流供给充足。1）需求方面，宏观经济下行，物流外包成为企业控本增效的刚需。90 年代初，全球化红利逐步退却，美国经济增速换挡，传统制造业从粗放式的全球化扩张向精细化控本增效转型，市场对外包物流服务的需求涌现。2）供给方面，物流巨头涌现，寻求提升资产回报率。80 年代末，美国物流市场涌现了大量物流巨头，诸如 Fedex、UPS、JB Hunt 等，为供应链发展提供运力基础。为提高服务质量、抢占份额，这些巨头大量斥资构建车队、机队与转运中心，重资产投资模式下，这些公司寻求拓展更高回报率的供应链业务。在供需条件成熟环境下，**美国第三方物流规模迅速增长，从 1996 年的 308 亿美元提升至 2008 年的 1270 亿美元，年均复合增速达 12.5%。**

图 4：90 年代后，美国经济增速换挡



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 5：美国第三方物流规模高速增长



资料来源：Wind，安信证券研究中心

零售、消费、汽车行业为供应链主要客户群体。DHL 与电商巨头亚马逊、阿里巴巴、京东、均保持合作关系。XPO 的服务客户中，包括本田、丰田、通用汽车等汽车龙头公司，也包括欧莱雅、家乐福、联合利华等快消、零售的头部公司。

表 1：供应链业务龙头的代表性客户

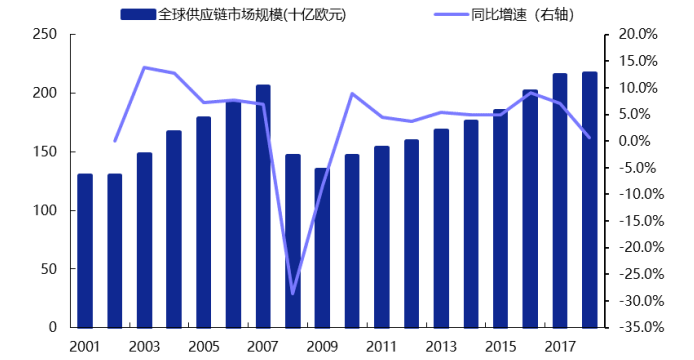
公司	服务客户
DHL	阿里巴巴、京东、雀巢、阿迪达斯、苹果、亚马逊、宝马、福特、波音、特斯拉、丰田、英特尔
XPO	本田、丰田、日产、通用汽车、波音、索尼、欧莱雅、家乐福、联合利华
KNIN	雀巢、宝马、戴姆勒、米其林、雷神

资料来源：Bloomberg，安信证券研究中心

站在全球供应链视角，当前欧、美市场增速放缓，亚太地区后来居上。 2018 年全球供应链市场规模达 2172 亿欧元，自 2011 年以来的年均复合增速为 5.07%。其中，中东、非洲地区的年均复合增速最快，达 8.06%；亚太地区的年均复合增速次之，达 6.76%，于 2018 年超越欧洲成为全球最大的供应链市场。

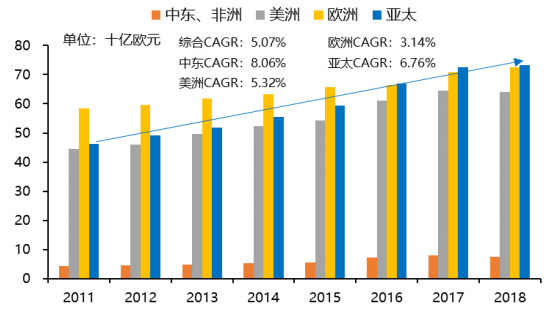
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 6：全球供应链市场规模变化



资料来源：公司公告，Transport Intelligence，安信证券研究中心

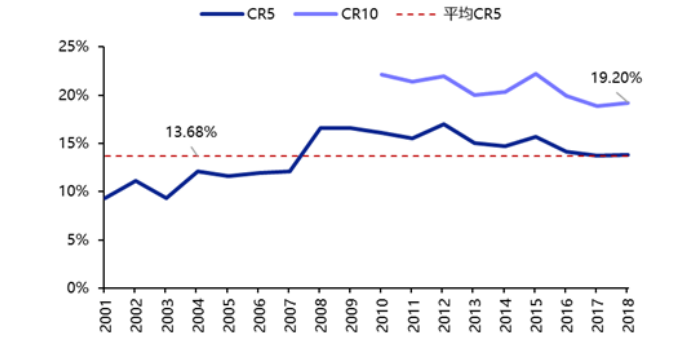
图 7：各地区供应链市场规模增长



资料来源：公司公告，Transport Intelligence，安信证券研究中心

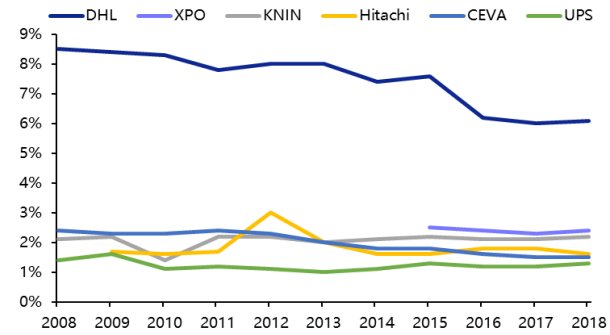
全球供应链市场集中度低，主要由于行业高度客制化和高粘性，扩张难度较高，并购是提升市占率的重要手段。目前全球供应链前五大龙头公司分别为 DHL、XPO、KNIN、Hitachi、CEVA，2008 年~2018 年行业 CR5 维持在 13%左右，竞争格局整体稳定。我们认为供应链物流面临不同的行业与上下游企业，需要为客户量体裁衣，行业规模效应不明显。一旦切入企业供应链，则会产生较高粘性，同时导致同行获客成本高，因此供应链的市场扩张依赖并购。2002~2008 年间，DHL 市占率从 2%大幅提至 8%，主要由于期间 DHL 密集并购其他同行， 2008 年以后，DHL 供应链并购交易减少，市占率下降。2011 年，供应链第三大供应商 KNIN 的市占率提升也同样得益于并购活动。

图 8：全球供应链市场集中度变化



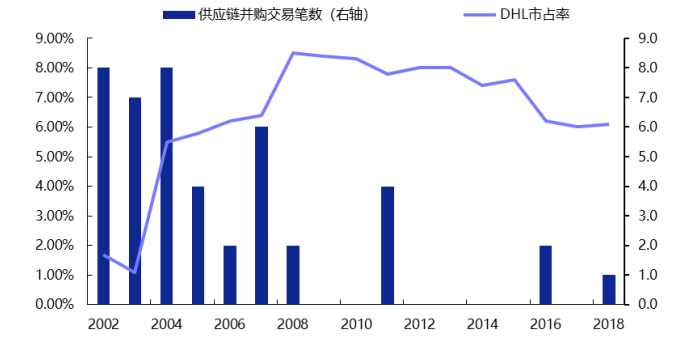
资料来源：公司公告，Transport Intelligence,安信证券研究中心

图 9：供应链行业龙头市占率变化



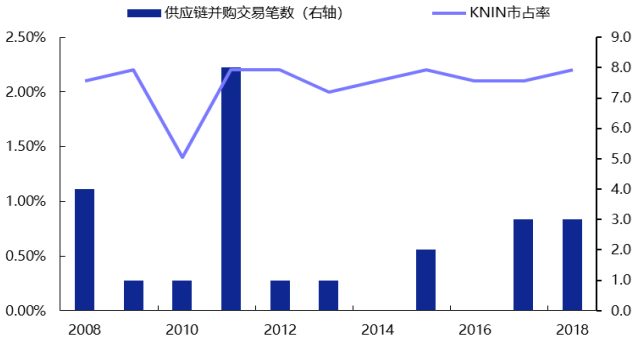
资料来源：公司公告，Transport Intelligence,安信证券研究中心

图 10：DHL 市占率扩张源于并购



资料来源：Thomson One – VentureXpert,公司公告，安信证券研究中心

图 11：KNIN 市占率扩张亦源于并购



资料来源：Thomson One – VentureXpert, 公司公告，安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

2.2. DHL 供应链复盘：并购为基，ROE 稳定提升

DHL 成立于 1969 年，以三位创始人 Adrian Dalsey、Larry Hillblom、Robert Lynn 的姓氏首字母命名，成立初期为小型美国国内邮政公司。**结合 DHL 的历史，我们对其发展历程划分为四个阶段：**

创业阶段（1969.07~1979）：DHL 依托航空行李舱，开展国内与国际邮政业务。在建立初期 DHL 以国内邮寄业务为主，往返于美国旧金山和夏威夷。1971 年起，DHL 增加国际邮寄业务，先后于菲律宾、香港、日本、新加坡、澳大利亚等共计 32 个国家铺设转运中心。截至 1979 年，DHL 累计拥有 360 个服务中心，8.5 万家客户。

转型阶段（1979~1989）：DHL 向重资产化转型，新增快递业务。国际时效市场竞争激烈，对市场参与者要求提高。DHL 开始向重资产化转型，加大投资，自建机队。1979 年起，DHL 开始提供寄送小型包裹。在运输模式方面，公司使用自营机队、货仓租赁模式，以提高配送规模与效率。截至 1989 年，DHL 国际货运业务辐射 175 个国家，共有 1.9 万名员工。

供应链发展阶段（1989~2001）：DHL 从快递服务产品供应商向综合物流供应商转型。随着全球经济增速放缓，各行业的管理风格从“扩规模”向“控成本”转变，高效的物流外包成为市场刚需。DHL 为首家提出整体物流解决方案的公司，开始为客户提供仓储、咨询、方案设计等服务，形成长期客制化的合同物流服务，后发展演变为如今的供应链业务。

综合物流发展时期（2002 至今）：DHL 被德国邮政并购,加速业务布局，跻身最综合的物流供应商。2002 年 DHL 被德国邮政（DPW）全资收购。2005 年并购供应链龙头 Exel，完成快递、邮政、国际货代、供应链四大业务布局，成为全球最综合的物流供应商 DPDHL。

表 2：DHL 重要的发展历程

年份	事件
1969	DHL 成立，三位创始人于旧金山和檀香山间乘坐航班提供文件递送服
1971	DHL 建立 DHL 菲律宾
1972	建立 DHL 香港，同年加盟 DHL 日本、新加坡和澳大利亚
1974	建立 DHL 伦敦国际快运，为欧洲首家
1979	DHL 服务从邮政扩张至包裹；截至 1979 年末，公司共有 360 个转运中心，85,000 个客户。
1980	DHL 开始建立自营机队、车队提供包裹运输服务
1986	DHL 与中国外运的独家合资企业正式向中华人民共和国提供服务。
1988	DHL 首次提出整体物流解决方案，为全球首家。
1990	DHL 与汉莎航空货运，日本航空和 Nissho Iwai 签署了历史性的全球运输联盟。
1998	75.6%的 DHL 股份被德国邮政收购
2002	剩余 24.4%的 DHL 被德国邮政收购，DHL 由德邮全资控股
2005	DHL 并购 Exel，供应链业务部门独立

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

DHL 供应链的核心服务为降低客户物流的复杂性，提供一体化的运输、仓储、物流管理、综合物流和其他服务。DHL 供应链的目标是确保客户的产品快速有效地进入市场，降低客户物流成本，以确保其竞争优势。DHL 持续加码供应链的自动化和数字化，将标准工具灵活应用于物流场景，例如可穿戴设备、协作机器人等，以提高 DHL 供应链的标准化和自动化能力。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 12：DHL 供应链服务品类与代表性服务功能

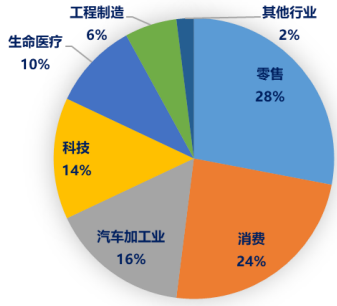
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

DHL 供应链主要服务 B 端客户，辐射范围以欧美为主。DHL 客户分布在零售（28%）、消费（24%）、汽车（16%）、科技（14%）、生命医疗（10%）、工程制造（6%）和其他行业。代表性客户包括亚马逊、福特、苹果等。DHL 业务以欧美地区为主，在欧非地区、美洲、亚太地区的营收规模占比分别为 50%、35%和 15%。

图 13：DHL 供应链主要服务行业与代表性客户

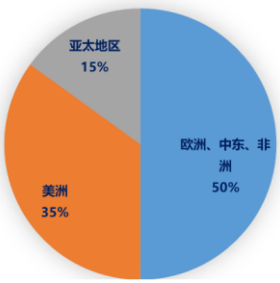
资料来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 14： DHL 供应链行业营收占比（2019 年）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 15：DHL 供应链区域营收占比（2019 年）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

DHL 供应链业务发展依赖于大量并购。2003 年，DHL 供应链的市场占有率仅有 1.1%。2005 年 9 月，DHL 全资收购英国供应链龙头 Exel 后，其供应链市占率攀升至 5.8%，一举成为新晋龙头。之后，DHL 通过并购各地区的供应链公司，以加大区域性的影响力，包括以色列、澳大利亚、巴西等，实现业务的国际化扩张。

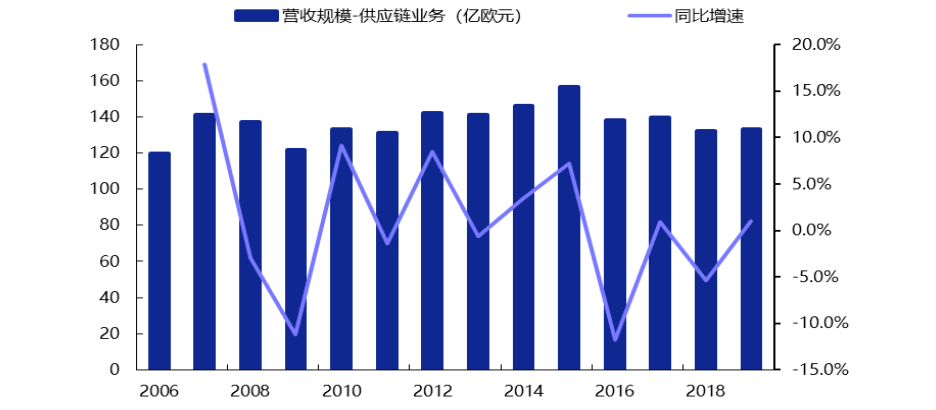
表 3：DPW 和 DHL 的重要并购案例

并购日期	并购标的	标的简介	交易规模（百万欧元）
1999-12	Danzas	瑞士物流供应商	-
1999-12	Air Express International（AEI）	美国最大的国际空运服务商	-
2005-12	Exel PLC	国际供应链龙头	5500
2007-12	FC International Transportation Ltd., Isarael	以色列国际货运公司	74
2008-03	Williams Lea Group Ltd	业务外包提供商，专精文档和邮件工作	220
2011-07	Tag EquityCoLimited	全球营销执行和生产服务提供商	-
2011-10	Post Logistics Australasia	澳大利亚物流公司	-
2016-09	Mitsafetrans S.r.l	意大利物流公司	38
2017-01	Olimpo Holdings S.A.	巴西物流公司	46
2018-04	Suppla Group	哥伦比亚物流公司	62

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2006 年以来，DHL 供应链业务规模增长缓慢，原因在于其并购节奏放缓，重心放在并购资产的消化。2006~2019 年，DHL 供应链营收年均复合增速仅有 0.81%。客制化和高粘性决定供应链市场的规模扩张依赖同业并购， 2007~2010 年间，DHL 对并购资产（以 2005 年并购的 Exel 为代表）消化整顿，供应链业务部门资产规模从 87.8 亿欧元降低至 60.3 亿欧元，后续资产规模整体维持稳定。

图 16：DHL 营收规模及增速

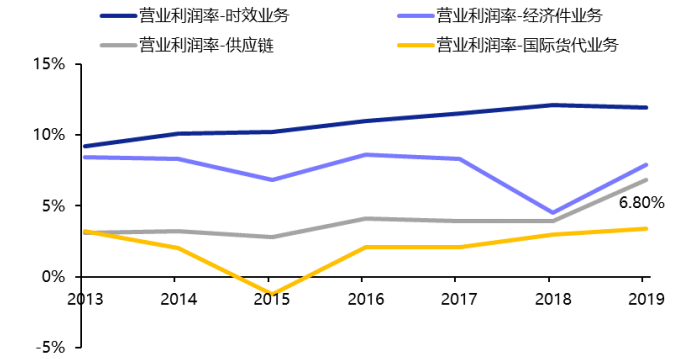


资料来源：公司公告,安信证券研究中心

DHL 供应链利润率低于快递业务，ROE 水平稳定提升。从 DHL 的 2019 年经营业绩来看，快递业务的资产规模为 156.4 亿欧元，营收规模为 167 亿欧元，营业利润率为 11.9%；供应链业务的资产规模为 78.54 亿欧元， 营收规模为 133 亿欧元，营业利润率为 6.8%。综合考虑资产规模的影响，快递部门 ROE 为 17.22%，供应链业务的 ROE 为 19.29%，两项核心业务盈利水平趋近。**供应链具有轻资产属性，能以更低的资产规模产生更高的回报。**

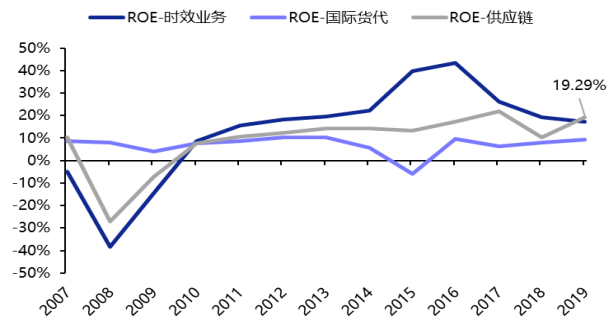
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 17：DHL 供应链部门营业利润率



资料来源：公司公告，Transport Intelligence，安信证券研究中心

图 18：DHL 供应链 ROE 稳定提升



资料来源：Bloomberg，安信证券研究中心

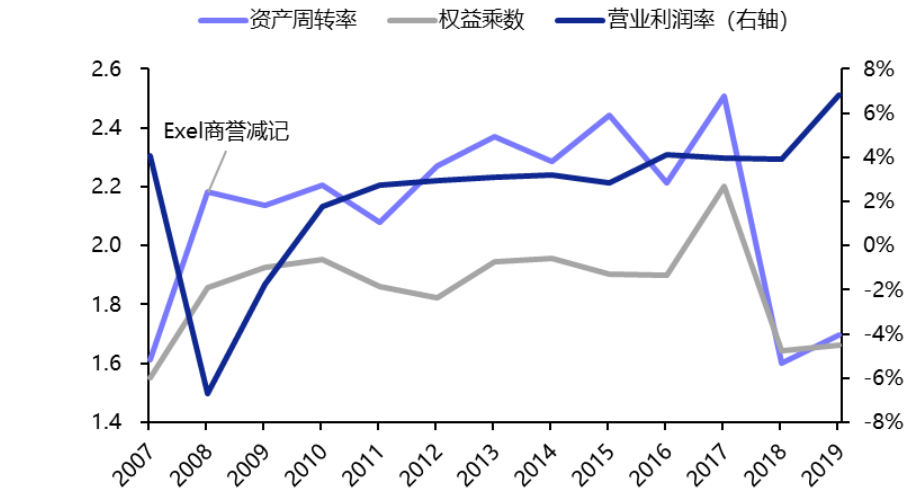
近十年 DHL 供应链的 ROE 逐年提升，主要得益于营业利润率的持续提升。

在权益乘数方面，2007~2017 年间呈现波动提升的趋势，于 2018 年回落。供应链的负债规模维持稳定。2008 年，供应链并购的 Exel 商誉大幅减记，资产规模收缩，权益乘数提升。2018 年供应链部门资产规模大幅提升，主要因新的租赁准则导致统计口径变化。

在资产周转率方面，2007 年大幅提升，后维持稳定。DHL 供应链部门营收规模稳定，资产周转率变化主要来自资产端影响。

在营业利润率方面，2008 年以来，供应链部门的营业利润率持续向好，从-6.7%提升至 6.8%，对 ROE 产生较强的拉动作用，**主要得益于公司对并购企业的业务进行整合优化，经营效率提升。**

图 19：DHL 供应链部门杜邦分析



资料来源：Bloomberg，公司公告，安信证券研究中心

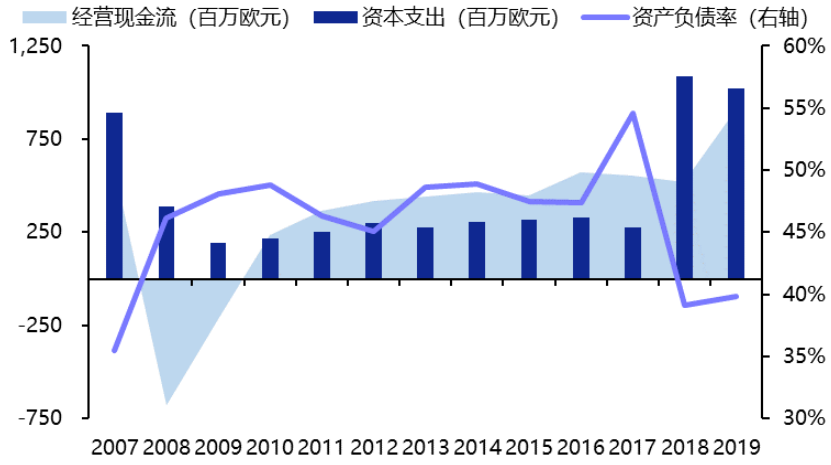
注：单部门数据，净利率使用营业利润率替代；2018 年资产规模降低源于财务统计口径变化

2010 年以来，DHL 供应链部门经营现金流基本能够覆盖资本支出。2008 年，DHL 停用 Exel 品牌，资本支出与折旧摊销费用中包括 Exel 的品牌和商誉减记，资本支出大幅超过经营现金流。2008 年~2010 年间，次贷危机叠加行业价格战，公司经营性现金流短期出现负值。2010 年以来，供应链业务的经营现金流呈逐年提升的趋势，造血能力较强。 2018 年起，

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

DHL 供应链加大对欧美地区的资本投入，包括对哥伦比亚的供应链集团 Suppla Group 的并购，因此出现资本开支和经营性现金流大幅提升现象。

图 20：DHL 供应链业务造血能力较强



资料来源：Bloomberg，公司公告，安信证券研究中心

2.3. DHL 供应链案例：与艾默生的合作

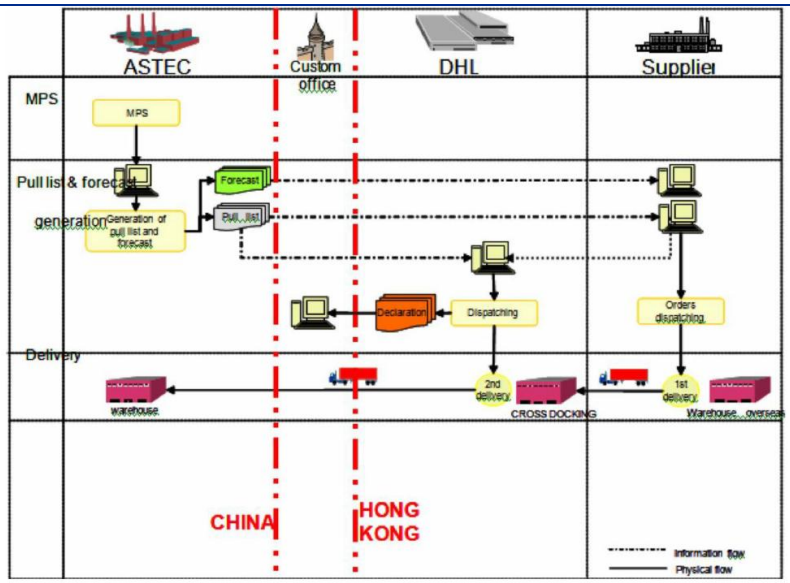
供应链业务存在较强的客制化特性，本案例主要展示 2005 年时，DHL 为美国 500 强公司艾默生提供的海外采购物流方案，**案例主要聚焦 DHL 在国际货运清关、供应商仓储和自动化信息环节的供应链服务。**方案主要内容来自 Neilson Journals Publishing 发表的《Emerson Network Power》案例分析。

案例背景：为了缩短原材料交付时间，艾默生与海外供应商和物流公司紧密合作，由 DHL 负责中央货运枢纽，将国际供应商的原材料从香港发往中国宝安工厂。艾默生国际采购部门（ASTEC）位于香港，主要负责从海外供应商向全球采购新零件。供应商在供应中心储备库存，在收到艾默生的订单请求后，将物料运送到 DHL 转运中心，进而运输至宝安工厂。大型材料供应商如国际整流器（IR），台积电（TSMC），法格电子等，都使用 DHL 香港的仓储服务，其他主要供应商在香港或新加坡也具有自己的仓储基地。以下为 DHL 向艾默生提供的具体服务：

（1）DHL 交叉对接服务：DHL 已在香港赤腊角机场旁边设立了转运点， DHL 整合来自不同供应商的物料，在二十四小时内将原材料送至中国宝安工厂。交叉对接是指原材料入库后直接卸载到出库，期间无需涉及仓储。海外供应商收到艾默生的发货信号时，从仓库发货至机场，通过 DHL 交叉对接实现国际转运。在仓库发货后，DHL 可提前获取并申报货物信息，加速通关申请，节约仓储的时间。下图显示了 DHL、艾默生、中国海关和供应商之间的信息和货物流。下图显示了 DHL、艾默生、中国海关和供应商之间的信息和货物流。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 21：DHL 交叉对接的信息和货物流

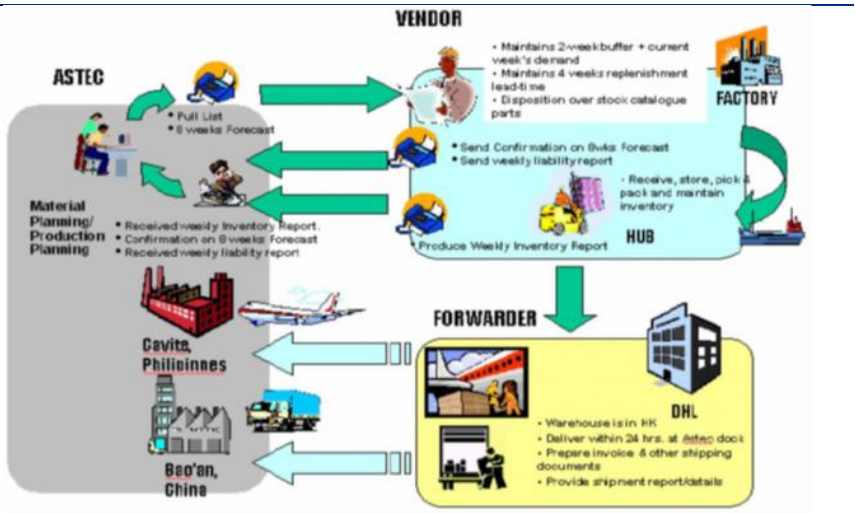


资料来源：SAGE Business Cases,《Emerson Network Power》,安信证券研究中心

注：ASTEC 为雅达电子，为艾默生的全资子公司，位于香港，负责物料采购

（2）供应商管理库存（VMI）服务：DHL 在香港的集装箱港口经营一个仓库，为艾默生的供应商提供仓储和库存管理服务。DHL VMI 服务是指收到供应商发送的货运指令后，DHL 将分配仓储空间，接收物料并存储。DHL 仓库中商定的存货周转天数为 21 天。艾默生每周能向原料供应商和 DHL 仓库服务提交对未来的需求预测，以便调整生产和仓储计划。发货后，DHL 代表艾默生执行清关，再将物料运输到宝安工厂。DHL 将货物运至转运中心后，向艾默生发送库存信息，以便艾默生对库存实现自动化的管理。下图显示了供应商、DHL 和 DHL 内部不同设施之间的互动。

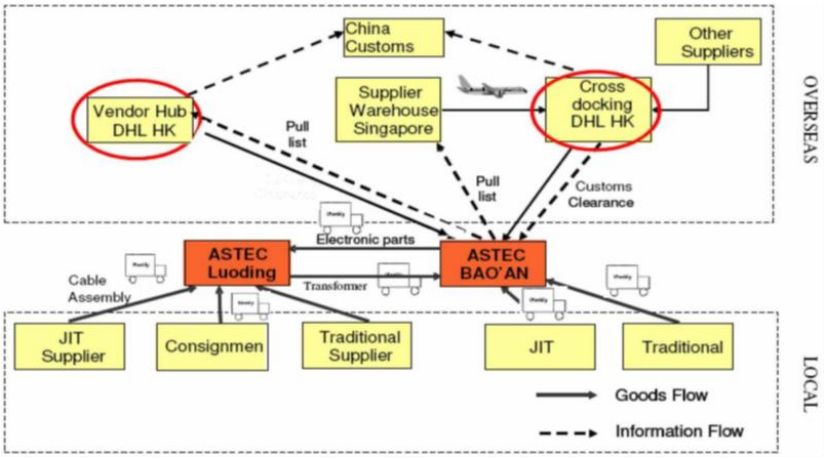
图 22：DHL 的供应链流程示意图



资料来源：SAGE Business Cases,《Emerson Network Power》,安信证券研究中心

综合来看，在艾默生国际货运的案例中，DHL 为原料供应商提供仓储管理服务，整合不同供应商的运力进行交叉对接清关，实现加快国际物流、供应商生产计划可预测、原材料运输信息化的效果。下图展示了宝安、罗定工厂、供应商、DHL 和中国海关之间的物流运输关系。DHL 主要负责国际货运通关、原材料供应商仓储和流程信息化的环节。

图 23：DHL 在宝安、罗定工厂计划涉及的生产环节



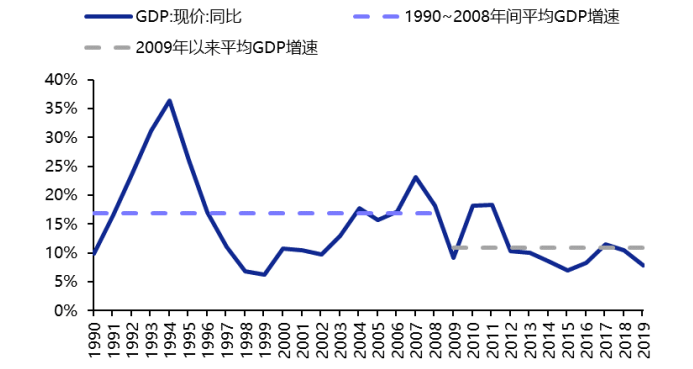
资料来源：SAGE Business Cases《Emerson Network Power》，安信证券研究中心

3. 中国供应链行业：发展初期，空间巨大

3.1. 需求逐步兴起，行业发展正当时

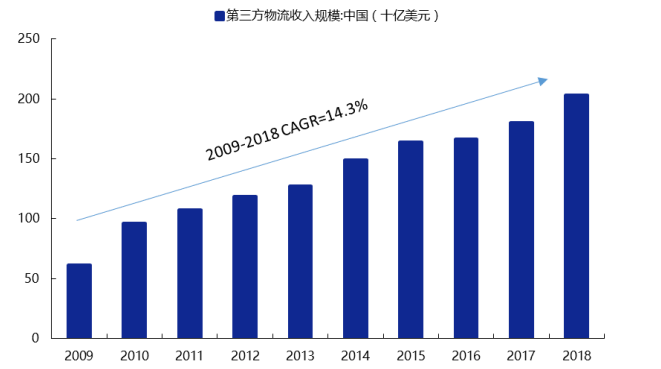
在经济转型背景下，中国供应链的需求正兴起。中国自 90 年代以来高度重视公路、机场等基础设施建设，中国供应链业务的基础设施条件成熟。市场需求方面，改革红利、人口红利逐步退却，宏观经济增速步入新常态，企业开始从“扩规模”向“控成本”转型，物流外包成为“控本增效”的重要环节。市场参与者降低物流成本、提高物流效率的需求开始凸显。近年中国第三方物流市场进入黄金发展期。2009 年，中国的第三方物流规模为 610 亿美元，2018 年的第三方物流规模达为 2032 亿美元，年均复合增速高达 14.3%。

图 24：2008 年金融危机以来，中国经济增速进入新常态



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 25：中国第三方物流规模保持较快增长

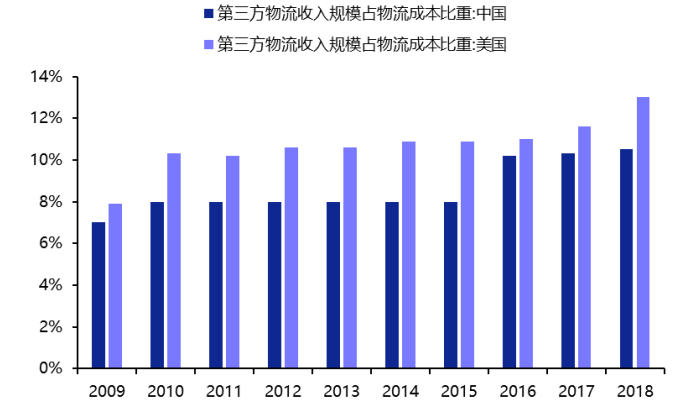


资料来源：Wind，安信证券研究中心

中国的物流外包成本占物流成本比重低于美国，物流优化空间高。中国物流外包成本占物流成本比重从 2009 年的 7%提升至 2018 年的 10.5%。期间，美国物流外包成本占物流总成本比重从 7.9%提至 13%。根据世界银行统计的国际物流绩效水平结果，中国的物流水平排名全球第 26 位，分项数据显示，**客制化能力为最大短板，位列国际第 31 名。**客制化能力与供应链服务水平高度相关，也说明当前中国的供应链服务质量不高，有较大的改善和提升空间。

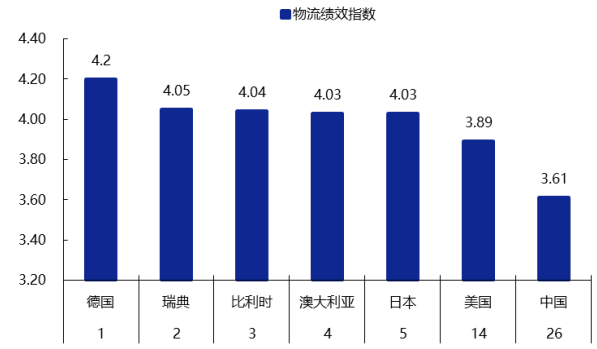
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 26：中美第三方物流占物流成本比例



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 27：各国物流绩效指数与排名（2018 年）



资料来源：World Bank，安信证券研究中心

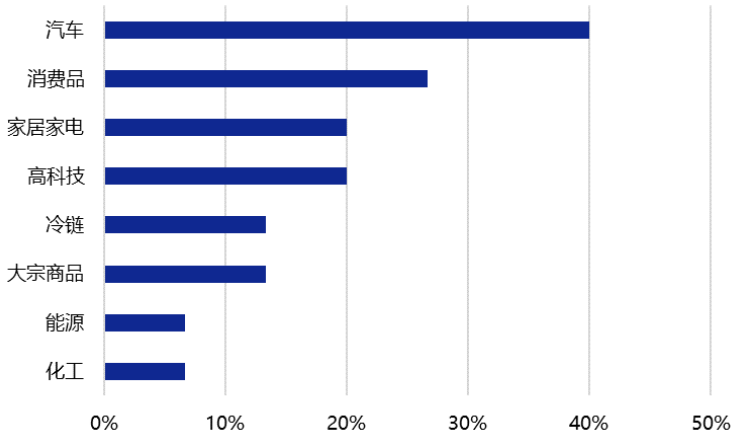
表 4：各国物流绩效指数分项排名与分数对比（2018 年）

国家	排名	综合分数	客制化		基础设施		国际货运		物流竞争力		包裹追踪		时间	
			排名	分数	排名	分数	排名	分数	排名	分数	排名	分数	排名	分数
德国	1	4.2	1	4.09	1	4.37	4	3.86	1	4.31	2	4.24	3	4.39
美国	14	3.89	10	3.78	7	4.05	23	3.51	16	3.87	6	4.09	19	4.08
中国	26	3.61	**31**	3.29	20	3.75	18	3.54	27	3.59	27	3.65	27	3.84

资料来源：World Bank，安信证券研究中心

国内供应链市场的主要服务行业包括汽车、消费品、家居家电、高科技等，上游行业仍处高速发展期，市场增量潜力大。从十五大合同物流供应商的主要服务行业占比看，其中汽车（40%）和消费品（27%）为最主要的服务行业，家居家电（20%）、高科技（20%）次之。从上游的行业增速看，消费行业过去 10 年的年均复合增速达 14%，汽车物流市场规模尽管近年增速放缓，其绝对体量仍较大，物流外包比例仍有提升空间。

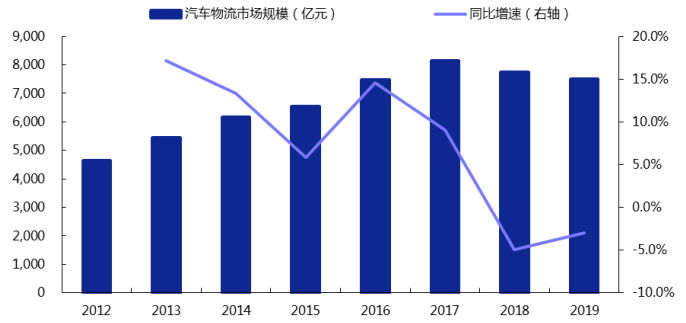
图 28：国内前十五大合同物流供应商的行业占比（2018 年）



资料来源：罗戈研究《2019 中国合同物流报告》，安信证券研究中心

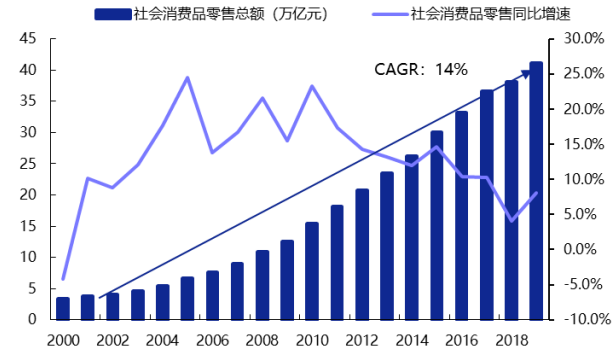
注：单个公司可对应多个主要服务行业

图 29：国内汽车物流市场规模及增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 30：10 年内中国社零年均复合增速达 14%



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 31：国内供应链市场重消费，轻产业端

资料来源：罗戈研究,安信证券研究中心

供应链布局纳入国家“十四五”，供应链发展从消费端向产业端拓展。国内供应链行业发展侧重消费端，长期忽视产业端，而产业端市场规模大、集中度低。2017 年起，国家加大对供应链物流端的重视，计划培育百家左右的全球供应链领先企业。2020 年，供应链物流发展被写入“十四五”规划，快递业的服务范围持续拓展，深度融入汽车、消费品、电子信息、生物医药等制造领域，形成覆盖相关制造业采购、生产、销售和售后等环节的供应链服务能力，培育仓配一体化、入厂物流、国际供应链、海外协同等融合发展的成熟模式。

表 5：我国支持供应链发展政策梳理

时间	政策	政策内容梳理
2016-02	《关于金融支持工业稳健增长调结构增效的若干意见》	推动更多供应链加入应收账款质押融资服务平台，支持商业银行进一步扩大应该建立一个应收账款交易机制，解决大企业拖欠中小微企业资金问题。
2017-01	《商贸物流发展“十三五”规划》	扩大融资渠道，推广供应链金融。
2017-10	《关于积极推进供应链创新与应用的指导意见》	到 2020 年，形成相应的目标国情的供应链发展新技术和新模式，基本形成覆盖重点培育 100 家左右的全球供应链领先企业，重点产业的供应链竞争力进入世界前列，中国成为全球供应链创新与应用的重要中心。
2018-05	《关于实现 2018 年流通领域现代供应链体系建设的通知》	发挥中央财政资金对社会资本引导作用，支持供应链体系中薄弱环节和关键领域建设。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

2020-02	《关于促进快递业与制造业深度融合发展的意见》	快递业服务制造业范围持续拓展，深度融入汽车、消费品、电子信息、生物医药等制造领域，形成覆盖相关制造业采购、生产、销售和售后等环节的供应链服务能力，**培育仓配一体化、入厂物流、国际供应链、海外协同等融合发展的成熟模式，培育 100 个深度融合典型项目和 20 个深度融合发展先行区。**

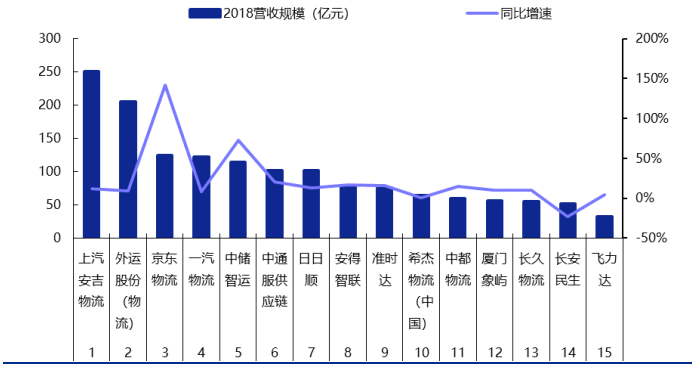
资料来源：商务部，发改委，交通运输部，国家邮政局，安信证券研究中心

3.2. 竞争格局分散，第三方占比较低

中国供应链市场集中度较低，头部企业以产业巨头的子公司或关联公司（非独立第三方物流公司）为主。根据罗戈研究统计的前 15 大合同物流营收规模与第三方物流运输规模测算，中国 2018 年供应链的 CR5 约为 5.85%（美国 CR5 为 13.68%），CR10 约为 8.86%（美国 CR10 为 19.2%），市场集中度低于美国。其中，最大的合同物流供应商为上汽集团子公司安吉物流，2018 年营收规模为 250.8 亿元，同比增速约 12.4%。此外，京东物流位居第三，年增速达 141.8%，具有较强的增长潜力。

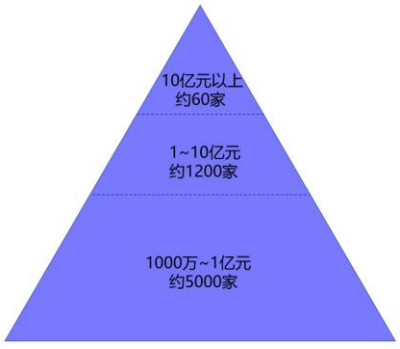
国内的合同物流公司约有 5 万多家，整体以中小企业为主，从营收规模角度大致可分为三个梯队：2018 年，第一梯队为营收规模超过 10 亿的企业，约有 60 家，包括安吉、中国外运、京东物流等，以非独立第三方物流公司为主。第二梯队为营收规模在 1~10 亿元，约有 1200 家，以民营合同物流公司为主，通常深耕特定的细分行业。第三梯队为营业额在 1000 万~1 亿元的企业，多数承接第三方的运力代理。

图 32：Top15 合同物流的营收规模与增速（2018 年）



资料来源：罗戈研究《2019 中国合同物流报告》，安信证券研究中心

图 33：供应链公司三大梯队的规模与公司数（2018 年）

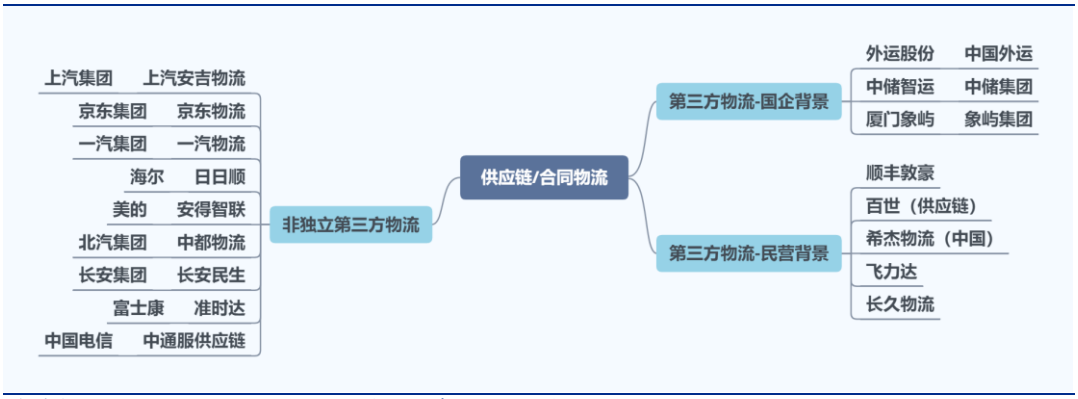


资料来源：运联智库，安信证券研究中心

国内供应链行业独立第三方物流公司占比低，中小型公司大客户依存度较高。前 15 大合同物流供应商中为服务企业子公司或关联企业的公司有 9 家。独立的第三方物流公司在 15 强中共有 6 家，其中有 3 家为国企背景，分别为中国外运、中储股份和象屿集团。民营第三方物流公司占据 15 强的 3 席，分别为长久、希杰和飞力达。**中小型企业呈现大客户营收占比偏高的特性。**以普路通为例，公司年报披露 2019 年前 5 大客户营收规模占总营收的 56.95%，其中仅大客户的营收规模便高达 42.67%，对大客户的依存度极高。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 34：合同物流供应商龙头的股权背景



资料来源：罗戈研究《2019 中国合同物流报告》,安信证券研究中心

产业互联网时代到来，国内快递企业龙头依托消费端物流业务，积极向全链路的综合供应链服务商转型。通达系公司的供应链业务围绕核心业务向上游延伸，强调仓储配送的发展，实现仓配一体化的解决方案。顺丰的供应链业务定位高端服务，对汽车、医疗、消费电子等高附加值行业实现全环节管理。

表 6：国内快递龙头企业供应链布局

公司	时间	经营主体	主要业务内容
百世	2007	百世供应链	针对快消、服装行业，“云仓+运配+优送”
圆通	2016	圆通供应链	围绕跨境 O2O，整合仓配
中通	2016	中通供应链	主打快运业务，“仓配到 C 端”一体化
申通	2017	易物流（仓储）、申雪供应链（冷链）	为依托申通快递的物流网络为客户提供仓配一体化解决方案，全力打造“申通云仓”品牌。
顺丰	2018	SF-DHL	针对汽车、医疗、消费电子等高端供应链的全流程管理
韵达	2018	韵达供应链	韵达“仓干配一体化供应链”业务，打造包括云仓、直营仓和联合仓在内的“万仓联盟”。

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

4. 顺丰控股：加码供应链，迈向综合物流龙头

4.1. 并购加码供应链，定位中高端客户

供应链物流是顺丰未来的重要发展方向。顺丰是快递市场的行业龙头，以时效快递业务为基础，将战略目标定为行业解决方案的科技服务公司。在公司运营方面，顺丰坚持自营模式，打造综合物流商，具有较高的重资产特性。供应链具备轻资产属性，能够提升顺丰的资产利用率，促进业务部门间的链条整合，具备高度战略价值。2016 年，顺丰提出“一体化综合物流解决方案”服务，初期服务行业以服装、保险为主。2017 年，顺丰持续拓展业务范围，新增 3C 电子、生鲜和医药，依托冷链部门提供“冷链+常温”的运输服务。

顺丰控股投资并购整合优质资源，强强联手布局供应链。2018 年，顺丰先后发起两笔重大的供应链领域投资。8 月，顺丰与美国夏晖联合成立新夏晖，提升顺丰的冷链供应链管理经验。2018 年 10 月 27 日，顺丰与德邮敦豪达成战略协议，以 7.92 亿美元（约合 55 亿元人民币）收购敦豪供应链（香港）、敦豪物流（北京）两家公司的全部股权，顺丰承接 DHL 在中国大陆、香港和澳门地区的供应链业务，顺丰能够收获高质量的供应链资产与客户，并借助 DHL 的品牌和管理经验进一步拓展供应链市场。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 35：顺丰供应链发展历程

资料来源：公司官网,安信证券研究中心

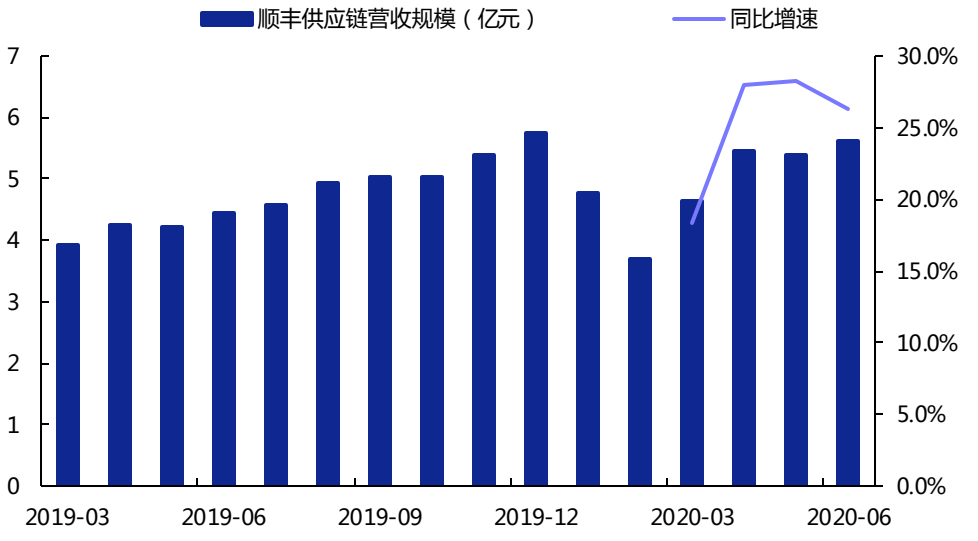
表 7：敦豪香港与敦豪北京合并前的财务数据

敦豪香港&敦豪北京	2018H1	2017/12/31
资产负债（亿元）		
资产总额	25.67	21.04
负债总额	17.06	12.73
应收账款总额	11.22	11.79
净资产	8.61	8.30
经营数据（亿元）		
营业收入	18.12	35.13
息税前利润	0.91	2.38
调整后息税前利润	0.95	2.57
净利润	0.22	1.40
调整后净利润	0.40	1.89
经营活动产生的现金流量净额	1.68	0.68

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2019 年 3 月至 2020 年 3 月，顺丰供应链业务营收规模为 60.71 亿元，跻身国内供应链市场的第一梯队。在疫情影响冲击下，顺丰供应链业务营收同比增速仍维持在 25~30%间，具有较强的成长动力。

图 36：疫情冲击下，顺丰供应链业务营收规模保持快速增长



资料来源：公司官网,安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

顺丰供应链瞄准高附加值的行业客户，拓展产业链上下游。顺丰致力打造国际综合物流供应商，涵盖产业和消费端的完整供应链。目前 SF-DHL 的战略目标在于把握核心高附加值的行业和客户，积累行业服务经验与案例，整合顺丰的各项业务，加强数字化和标准化，实现一体化的综合物流解决方案。在践行成功后，在行业中自上而下地进行供应链管理经验的推广，拓展收入来源。

图 37：顺丰供应链的影响环节

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

顺丰供应链能够为特定行业提供对应的定制物流方案，服务客户涵盖 3C 电子、汽配、服装、医药、商超、餐饮、食品等诸多行业。顺丰能够在供应链业务中融合时效件服务、冷链、同城配送等业务部门。供应链客户的代表公司包括苹果、华为、优衣库、哈药集团、家乐福、肯德基等。

表 8：顺丰供应链业务客户

行业	品牌
3C 电子	苹果、华为、小米、中兴
汽车配件	凌志、戴姆勒
服装	优衣库、安踏、李宁
医药	哈药、赛诺菲、迈瑞
商超	天虹、华润万家、家乐福
食品生鲜	双汇、安井、百果园
餐饮	肯德基、麦当劳、汉堡王、德克士
轻工	华帝、尼欧、启迈斯

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

4.2. 关注顺丰在医药供应链的发展机遇

顺丰提供“线下物流运营+线上技术服务”，为医药工业的升级提供全方位物流支持。顺丰能够为医药工业企业提供覆盖全国的、涵盖常温及冷链的仓/干/配服务，以多仓协同模式，成熟、领先的物流科技技术，通过丰富的 SaaS 和 API 对接等方式，帮助医药工业企业实现从订单、发运、收货、使用、全程跟踪到结算的统一管理，并实现物流库存与动态、运输和存储环境的可视可追溯，为医药工业的营销升级提供全方位物流支持。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 38：顺丰控股供应链服务涉及环节

资料来源：公司官网,安信证券研究中心

顺丰医药相对传统医药物流更具成本优势，规模效应明显。4+7 背景（11 个试点城市药品集中招标采购政策）下，药品降价是医管部门施政和行业发展的必然趋势。相较于传统按货值百分比计价的传统医药物流，顺丰医药的报价具备明显优势。

表 9：物流成本对比：传统医药物流 VS 顺丰医药

货值/重量	传统医药物流报价（元）	顺丰医药报价（元）
物流收费方式	货值的 1%~2%	根据重量、体积等维度灵活定价
药品货值 2000 元/重量 4kg	20~40	18
药品货值 20 万元/重量 400kg	2000~4000	400~810

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

此外，在新冠疫苗研发推进背景下，我们关注顺丰疫苗全供应链解决方案。2020 年 1 月 1 日，顺丰医药与某疫苗标杆企业合作的“深圳疫苗仓储项目”顺利启动，标志着顺丰医药“疫苗端到端供应链服务能力”获得行业巨头的认可，开创了供应链“一站式“服务模式，为疫苗生产企业在全链条追溯管理、质量合规、营销渠道下沉赋能、仓配降本增效等方面提供全方位支持。**在打通“深圳 GMP 外延仓”环节后，顺丰医药开创了 “疫苗半成品运输→工厂外延库运营→工厂调拨送料→成品仓运营→干线运输→DC 运营→落地配送”的国内供应链“一站式“服务模式。**

图 39：“疫苗供应链端到端服务模式”流程示意图

资料来源：公司官网,安信证券研究中心

图 40：顺丰医药与某疫苗企业的供应链合作模式示意图

资料来源：公司官网,安信证券研究中心

4.3. 顺丰供应链展望：机遇与挑战并存

我们认为顺丰的优势在于其构建起的强大物流底盘以及 IT 科技能力,能够为客户提供专业化的供应链服务产品。顺丰的基因与 DHL 相似，以时效快递业务基，依托运力网络向供应链的其他环节拓展。顺丰拥有的时效、经济、冷链、仓储、同城等各个部门的资源均能为供应链所用,服务的整合具有天然的竞争优势和资本壁垒。此外,顺丰在科技 IT 方面的投入巨大，储备充足，相比传统供应链服务商来说，顺丰对客户的数字化改造和赋能能力更高。

中期视角看，鄂州机场的投入运营也将强化核心基础设施能力，加速顺丰全球供应链业务拓展。鄂州机场预计在 2021 年底投入运营，将使顺丰能够全面打造覆盖全国、辐射全球的航路航线网络，对提升产品时效、提高服务的稳定性、降低综合成本具有重要意义。从供应链业务发展角度看，鄂州机场提升顺丰高端综合物流服务能力，同时周边形成高端产业集群后，可为顺丰全球供应链布局导流。

参照海外，未来顺丰可通过整合模式扩张，成长为供应链龙头。DHL 供应链的发展史，也是一部并购整合史，供应链的客制化与高粘性也决定了并购是实现规模扩张的重要途径。国内供应链市场规模庞大，市场集中度低，尚无明显的垄断龙头。我们认为长期来看，未来顺丰仍有整合供应链行业的可能，凭借其品牌优势、网络优势、技术优势跻身供应链龙头。

顺丰供应链业务未来的挑战在于对不同行业供应链管理的理解以及如何通过科技手段提升供应链业务的可复制能力。顺丰供应链仍是市场的新切入者，当前的客户群体以高端定位为主，旨在积累经验和案例，但仍需长期的资本投入。顺丰供应链计划通过数字化和标准化，将典型案例输出给中小型客户，这一战略非常考验公司的规划与科技能力。

5. 投资建议

我国供应链市场发展不平衡，下游的消费型供应链得益于电商红利高速增长，但产业供应链方面的发展仍处于相对初级的阶段，随着工业制造业升级，未来我国对物流外包的需求空间较大。当前，我们看到头部快递企业已经从配送端延伸至价值链前端的产、供、销、配等环节，其中顺丰供应链借助各业务底盘与并购实现规模扩张；而菜鸟、京东等互联网物流巨头也在加速供应链业务布局，以期打造综合物流服务商。**长期看，未来随着生产制造、流通等环节加速数字化转型，前端产业供应链有望迎来大发展，A 股标的上，我们看好在供应链物流领域具备先发优势的顺丰控股。**

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

6. 风险提示

宏观经济波动影响行业货运需求；供应链行业发展不及预期；油价波动影响运输成本。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

明兴、孙延声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	姜东亚	北京区域销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
深圳联系人	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地　址： **深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层**

邮　编： 518026

上海市

地　址： **上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层**

邮　编： 200080

北京市

地　址： **北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层**

邮　编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

考研资料：数学、英语、政治、管综、西综、法硕等（整合各大机构）
英语类：四六级万词班专四专八雅思等
财经类：初级会计、中级会计、注册会计、高级会计、税务师、会计实操、证券从业、基金从业、资产评估、初级审
公务员：国考、省考、事业单位、军队文职、三支一扶微信 2270291360
银行：银行招聘、笔试、面试
教师资格：小学、中学、教师招聘面试
建筑：一建、二建、消防、造价
法考：主观题、客观题
多平台网课：涵盖职场、办公技能、编程、文案写作、情感心理、穿搭技巧、理财投资健身减肥摄影技术等优质内容
精选资料：Excel 教程、PPT 模板、简历模板、PS 教程、PPT 教程、素描、烹饪、小语种、CAD 教程、PR 教程、UI 课程、自媒体、写作、计算机二级、钢琴、Python、书法、吉他、kindle 电子书、演讲.....持续更新中...
押题：提供考前冲刺押题（初级会计、中级会计、注册会计、一建、二建、教资、四六级、证券、基金、期货等等），麻麻再也不用担心我考不过了。
资料领取微信：1131084518
行业报告：20000 份+持续更新

英语四六级备考资料	计算机二级备考资料	150 所高校考研专业课资料
两小时搞定毛概马原思修近代史纲	高数(微积分)+线性代数+概率论	素描 0 基础入门教程
教师资格证全套备考资料	普通话考试资料礼包	书法教程微信 2270291360
大学生英语竞赛备考资料	大学生数学竞赛备考资料	1000 份各行业营销策划方案合集
挑战杯/创青春/互联网+竞赛资料	电子设计竞赛必备资料	街舞 0 基础入门教程
托福雅思备考资料	大学物理学科攻略合集	动漫自学教程
SCI 最全写作攻略	TEM4/TEM8 专四专八备考资料	教师资格证面试试讲万能模板
360 份精美简历模板	数学建模 0 基础从入门到精通	100 套快闪 PPT 模板
Vlog 制作最全攻略	超强 PR 模板	42 套卡通风 PPT 模板
PS 零基础教程微信 1131084518	PS 高级技能教程	63 套酷炫科技 PPT 模板
好用到极致的 PPT 素材	128 套中国风 PPT 模板	32 套 MBE 风格 PPT 模板
327 套水彩风 PPT 模板	295 套手绘风 PPT 模板	54 套毕业答辩专属 PPT
196 套日系和风 PPT 模板	82 套文艺清新 PPT 模板	57 套思维导图 PPT 模板
163 套学术答辩 PPT 模板	53 套北欧风 PPT 模板	34 套温暖治愈系 PPT 模板
118 套国潮风 PPT 模板	30 套仙系古风 PPT	126 套黑板风 PPT 模板
114 套星空风格 PPT 模板	192 套欧美商务风 PPT 模板	42 套绚丽暈染风 PPT
50 套精美 INS 风 PPT 模板	56 套水墨风 PPT 模板	137 套清爽夏日风 PPT 模板
98 套森系 PPT 模板	25 套简约通用 PPT 模板	记忆力训练教程
300 套教学说课 PPT 模板	123 套医学护理 PPT 模板	AE 动态模板微信 2270291360
毕业论文资料礼包	教师资格证重点笔记+易错题集	表情包制作教程
吉他自学教程（送 6000 谱）	钢琴自学教程（送 1000 谱）	区块链从入门到精通资料
2000 部 TED 演讲视频合集	Excel 从入门到精通自学教程	单片机教程
230 套可视化 Excel 模板	1000 款 PR 预设+音效	1000 份实习报告模板
手绘自学教程微信 1131084518	单反从入门到精通教程	人力资源管理师备考资料
英语口语自学攻略	粤语 0 基础从入门到精通教程	证券从业资格证备考资料
日语自学教程	韩语自学教程	PHP 从入门到精通教程
法语学习资料	西班牙语学习资料	炒股+投资理财从入门到精通教程
全国翻译专业资格考试备考资料	BEC 初级+中级+高级全套备考资料	大数据学习资料
SPSS 自学必备教程	Origin 自学必备教程	会计实操资料
LaTeX 全套教程+模板	EndNote 教程+模板	小提琴 0 基础入门自学教程
GRE 超全备考资料	200 份医学习题合集	司考备考资料

思维导图教程＋素材	20000 份行业研究报告	一级造价工程师备考资料

上万 GB 教学资料（均全套,非杂乱）免费领取微信 1131084518

《闪电式百万富翁》实战版+升级版

易经+道德经+易学名师全集+风水学+算命学+起名+++等等（全套 1000 多 GB）

心理学+NLP 教练技术+精神分析+亲子家庭教育+催眠+++等等（更新超 2000GB）

大学-已更新至 9333 个课程+高中+初中+小学-全套资料（超过 2 万 GB）

陈安之	曾仕强	马云	杜云生	翟鸿燊	刘一秒	俞凌雄
王健林	余世维	雷军	周文强	安东尼罗宾	董明珠	李嘉诚
徐鹤宁	冯晓强	李践	刘克亚	罗伯特清崎	戴志强	李伟贤
苏引华	史玉柱	李强	俞敏洪	杰亚伯拉罕	周鸿祎	唐骏
梁凯恩	陈永亮	傅佩荣	贾长松	易发久	李彦宏	湖畔大学
李开复	聂枭	悟空道场	魏星	姬剑晶	其他名师全集	其他资料下载
王兴	王智华	智多星	陈文强	周导		微信 2270291360
泡妞	撩汉	泡仔	房中术	性福课	驻容术	泡妞撩汉性福合集

注：太多了，无法全部一一列出。。。

全套专题系列【微信 1131084518】

记忆力训练	形象礼仪	健康养生	企业管理	沟通技巧
演讲与口才	经理修炼	MBA 讲座	时间管理	战略经营
企业文化	销售心理	管理素质	国学讲座	执行力
团队管理	领导艺术	员工激励	潜能激发	谈判技巧
绩效管理	薪酬管理	43 份直销制度	电话销售	人力管理
客户服务	创业指南	市场营销	餐饮管理	保险讲座
品牌营销	酒店管理	汽车 4S 店	众筹资料	销售技巧

兴趣爱好：	钓鱼教程	魔术教学	炒股教学	美术教学	书法教学
音乐乐器：	萨克斯教学	电子琴教学	小提琴	古筝教学	钢琴教学
	吉他教学				
体育运动：	篮球教学	足球教学	羽毛球教学	兵乓球教学	太极拳教学
	围棋教学	高尔夫球			
生活实用：	插花教学	茶艺-茶道	唱歌教学	单反相机摄影	毛线编织
	小吃+美食				
语言学习：	英语				
电脑 IT：	办公 office	PS 美工教学			

暗号：666

免费领取资料微信

1131084518

微信1131084518

撩汉liaohan.net

最好资源zuihaoziyuan.com

如果群里报告过期

请加微信联系我索取最新

1、每日微信群内分享7+最新重磅报告;

2、每日分享当日华尔街日报、金融时报

3、如果看到群里报告过期了，请扫码联系

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，仅分发做内部学习

扫一扫二维码后台回复 加群

加入“研究报告”微信报告群。